

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话:

Email:

研究助理: 郭亮 (责任编辑)

电话: 010-59013914

Email: guoliang@r.qizq.com.cn

欢迎关注中泰研究所订阅号



晨报内容回顾:

今日预览

今日重点>>

- **【钢铁】** 笃慧、赖福洋: 地产投资是全年需求定海神针-20190121
- **【轻工】** 蒋正山、徐稚涵: 重温汉森, 聚焦家居渠道大变革的发展史——家居深思考(二) 20190122
- **【轻工-盈趣科技(002925)】** 蒋正山、徐稚涵: 从条件估值角度再论盈趣科技的投资价值-20190121
- **【轻工-晨光文具(603899)】** 蒋正山、徐稚涵: 由史泰博与欧迪崛起路线, 看晨光发展逻辑-20190121

研究分享>>

- **【钢铁-攀钢钒钛(000629)】** 笃慧、邓轲: 钒价回归合理水平-20190122
- **【银行】** 戴志锋、邓美君(研究助理)、贾靖(研究助理): 银行股的基金持仓: 年底比例 6.25%, 环比降 0.1%-20190122
- **【银行-光大银行(601818)】** 戴志锋、贾靖(研究助理): 2018 业绩快报: 中间业务优势突出, 营收同比增长 20%-20190122
- **【化工-中国石油(601857)】** 商艾华: 业绩低于预期, 油价反弹仍可布局-20190122
- **【有色】** 谢鸿鹤、李翔: 铝板块大爆发, 持续性如何看? 20190122

今日重点

▶【钢铁】笃慧、赖福洋：地产投资是全年需求定海神针-20190121

行业供给压力边际缓解：2018年粗钢产量增速同比高达6.6%，但考虑到地条钢统计回归表内等扰动因素，实际供给应当要远低于这个水平。在行业需求整体偏平背景下，2018年供给变化对价格影响立竿见影，环保限产的松紧切换导致价格一波三折，呈现供给收缩价格上涨、供给释放价格下跌之势。具体到12月，粗钢产量同比增速达到8.2%，虽然较上月10.8%的高位水平出现回落，但偏高的产量意味着环保限产对供给压缩依然十分有限。另一方面，当月日均产量245.5万吨，环比回落5.1%，显示近两月钢铁供给呈现高位收缩态势，这是钢厂盈利与季节性特征共同作用的结果。一般而言，12月至来年的2月是钢厂检修高峰期，这种变化在今年表现的尤其明显。11月以来钢价暴跌导致行业盈利快速压缩，12月初以电炉钢为代表的高成本钢厂一度触及盈亏平衡线，在此背景下部分钢厂加大了检修力度，目前电炉开工率显著低于去年同期水平而高炉则保持相当状态，行业高供给压力得以阶段性缓解；

终端需求维持平稳：2018年4月降准之后地产投资超出市场预期，进而对冲基建下降造成的影响，地产在过去一年行业需求重新走平中起着定海神针的作用，12月也依然延续了这种态势。当月粗钢日耗量达到230万吨，环比上月虽然回落5.6%，但考虑到季节性因素以及跌价周期下的主动去库存，整体下游需求表现仍较为平稳。我们看到虽然12月地产投资略有下滑，但新开工继续维持在20%以上的高位增速，而单月地产销售面积由负转正显示货币政策宽松背景下销售端持续超预期。随着年关将近，下游需求逐渐进入冰点期，短期商品定价让渡于冬储节奏。但2019年经济定调逆周期调节，基建改善较为确定，只是幅度问题，若地产整体仍能维持相对韧性，今年春季复工需求力度将好于去年；

出口逆季节性反弹：本月钢材出口环比小幅回升4.9%，呈现逆季节性特征，这可能是由于11月以来国内钢价持续暴跌导致国内钢厂海外接单量被动抬升。2018年我国钢材出口总体保持低位，由于前期出口持续低迷，去年钢材出口累计下滑8.1%，连续两年呈现回落之势。虽然过去一年长流程相较于短流程在成本端优势明显，但国内供需紧平衡格局导致钢企主动出口意愿较低，报关出口量长期萎靡。我们预计2019年钢铁终端需求整体仍有韧性，但由于供给端一系列限制性政策的退出，今年行业将有部分产能增量释放，这对国内钢价形成一定压制。产能富余之际预计2019年钢厂海外接单意愿将会回升，后期我国钢材出口有望得以改善；

铁矿石价格偏强运行：2018年铁矿石进口总量同比去年减少1027万吨，是自2010年以来我国铁矿石进口量首次回落，在内需偏强之下显示海外矿山发货量边际上转弱。过去的12月铁矿石价格成为引领黑色系反弹的先锋，普氏价格指数上涨逾6美金，涨幅达10%。铁矿石价格的表现强势一方面是由于环保限产放松导致钢厂生产偏强，增加了对原材料的采购力度；另一方面来年开春复产预期支撑刺激钢厂补库意愿，矿价总体处于易涨难跌格局；

对后期行业研判：

(1) 冬储影响商品运行节奏：从目前到开春旺季期间实际消费逐步走弱，而价格节奏的变化主要关注冬储发展，若主动冬储力度较大，则春节前钢价有望走强，但对春季价格走势不利。而若节前主动备货不多，则近期价格偏弱，而旺季之后价格偏强。无论哪种情况出现，钢价尤其是期货均有反弹机会。近期现货报价逐渐平稳之后黑色系商品基差持续修复，表明前期悲观预期开始有所修复，若后期产业链预期继续好转将刺激钢贸商加大囤货力度，短期商品将维持偏强运行；

(2) 板块存在估值修复机会：从库存增幅来看符合季节性特征，并没有出现超预期上升情况，侧面说明需求仍然保持韧性。我们依然维持月初推出的年度策略《进退之间》中的观点，2019年需求端仍将超出市场预期。今年我们维持对地产的乐观态度，销售端下降幅度有限，在低利率情况下，绝对量依然保持天量的水平，同时库存偏低，地产投资端依然可以维持5%以上增长，从投资结构上由前端向后端转移。此外中央经济工作会议重心重新回归经济增长，今年主旨在于逆周期调节，稳定内需，基建扩张是大概率事件。因此2019年需求并不悲观。就股票而言，由于2015年年底开始的新一轮周期，并未大面积过渡到工业企业资本开支周期，产能新增数量明显低于2009年刺

激周期。供给的增长更多表现为过去一年环保等供给端限制性政策退出现有产能充分释放，超高盈利向正常盈利回归，但并不会回到 2015 年极低状态，中枢下降可控。此外短端利率目前处于极低水平，有利于权益类资产估值修复。综上所述，钢铁板块主要把握估值修复的机会，推荐标的如宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光、马钢股份等
风险提示：宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给释放力度超预期。

►【轻工】蒋正山、徐稚涵：重温汉森，聚焦家居渠道大变革的发展史——家居深思考（二）20190122

汉森是韩国第一大橱柜和家居零售商，业务范围涵盖橱柜制造、安装销售；沙发床垫等家具、家用设备、配件、照明、和室内装修产品销售。业务结构上汉森立足韩国 B2C 家居市场，橱柜和室内家居零售业务双轮驱动。截止 2017 年，汉森实现营业收入 2.06 万亿韩元，近十年 CAGR 为 15.3%；实现净利润 958 亿韩元，近十年 CAGR 为 19.9%。估值端：从汉森市值历史来看，我们认为韩国地产周期是背景，汉森自身业务生命周期才是关键，通过全球家居龙头估值对比，目前 A 股头部企业估值水平已经低于海外市场。

增长驱动拆分：在周期与需求增量空间中前行。结合宏观地产背景、营收增速和业务结构变化，我们认为公司主要经历了四个发展阶段。1) 1970-1997 年：专注橱柜业务，该阶段收入增长驱动主要来自于经济、地产繁荣以及定制橱柜快速渗透的行业红利。2) 1997-2007 年：行业红利边际减弱，汉森新渠道开展室内家居业务，向家居零售转型，室内家居业务对 B2C 部门收入贡献超越传统橱柜业务，多品类、高频流量驱动增长。3) 2007-2015：“IK”模式独立推出，前端家装流量驱动增长，一度脱离新房竣工周期波动影响。4) 2015-至今：第四轮地产周期步入下行区间，首次面临流量瓶颈，业绩向地产周期回归。

橱柜行业格局演变：一个中韩对比的视角。韩国定制橱柜行业：40 余年发展历程，单一龙头市占率 40%，前三大品牌占据 69% 市场份额。中国定制橱柜行业：对比韩国仍处发展中前期，考虑地理因素，成熟期集中度或不及韩国市场。市场集中度、单一龙头市占率不高是该时期中韩市场的共同特征之一，在相似的行业背景和市场格局中，汉森迎来阶梯式发展的第一个台阶，而国内龙头企业仍处“拓品类”阶段，在业务结构上尚未真正迈入“拓业务/市场”的第一个台阶。此外，我们对成熟期中国市场集中度的判断不如韩国市场数据乐观：在新市场和新流量拓展上，韩国接近于单一“区域市场”，而国内不同“区域市场”之间的经销商差异将在一定程度上阻碍单一品牌的跨区域整合。

中国家居品牌制造商的机遇：走出 1997-2015 的汉森曲线。核心观点：1) 结合宏观和行业背景，我们认为国内定制家居企业处于“汉森 1997 年”前后，行业红利开始消退，微观竞争浮出水面。这一节点韩国橱柜市场从百家争鸣走向大浪淘沙，10 年后诞生汉森、Enex、Hyundai Livart 三大头部企业。2) 较同期汉森，中国家居品牌具备更有利的业务周期。3) 国内定制家居市场借助本轮地产下行通道开启的行业洗牌或将持续一个完整的地产周期，最终形成具有一定集中度

(CR3=30%左右) 的行业格局。但超级龙头的诞生依赖国内家居制造品牌在业务端（板式家居—家居零售）和市场端（新房市场—零售市场—家装市场）的拓展，这一过程需要供应链支持和新一轮地产上行周期的催化。

建议关注标的：欧派家居、顾家家居、尚品宅配

风险提示：宏观经济波动风险、地产景气度下滑风险

►【轻工-盈趣科技(002925)】蒋正山、徐稚涵：从条件估值角度再论盈趣科技的投资价值-20190121

前期我们在策略报告中发布观点，以 IQOS 为代表的加热不燃烧电子烟产业链 2018 年在日本市场去库存压力下可能处于底部周期。2019 年伴随 IQOS3 产品上市，量价齐升逻辑支持下产业链有望重回增长轨道。其次，美国 FDA 审批有望于 2019 年公布裁决结果。我们认为，盈趣科技的公

司价值应等于自身价值（基于现有业务的估值）与或有的条件价值（若 FDA 通过的弹性）之和。因此，本文将针对两个核心问题进行解读：1）若 IQOS 通过 FDA 认证，如何判断对于公司 19/20 年收入利润改善的贡献？2）不考虑 FDA 认证的前提下，基于现有业务，如何测算公司估值是否具备安全边际？

对美国市场的预期：复盘 IQOS 在日本市场的渗透率与市占率，我们发现，渗透率与市占率的比值呈现逐步收窄趋势，核心逻辑在于：产品上市之初需求由尝新消费主导，伴随市场逐步开拓，忠实烟民的转化和单台设备对应烟弹消费量的提升带动渗透率与市占率收窄。因此，假设 FDA 放行 IQOS 进入美国市场，我们认为，尝新诉求推动下 IQOS 设备在第一年的销售预期较为乐观。从市占率角度看，我们认为美国市场第一年市占率应给予高于全球平均水平预期：1）奥驰亚旗下品牌占美国烟草市场份额的 50%，其中万宝路占比 43%，品牌背书将为 IQOS 推广提供助力。2）奥驰亚拥有 23 万家终端销售网络，可能助推 IQOS 复制 Vuse 2014 年在雷诺渠道推广后的高增长轨迹。3）美国是世界上电子烟消费量最大的国家，产品已经具备一定的市场认知度。同时，IQOS 有望成为美国市场首个加热不燃烧品牌，先发优势可助力其市场开拓。我们给予美国市场前三年 2%/5%/7% 的市占率预期，测算盈趣科技前三年对应出货量 830 万套/1310 万套/1410 万套（对应份额 100%/100%/80%）。结合历史价格分析，对应收入 7.9/12.3/13 亿元；测算贡献净利润 3.53/5.24/5.71 亿元。

对于公司现有业务价值的分析：公司非电子烟业务 2014 年增速高达 82%，2015-2018H1 稳定在 35% 左右。优质的产品品质，切入客户研发体系和单一产品对应单一客户的商业模式是公司获得客户粘性的核心。我们认为公司 2019 年主营业务有望呈现双轨向上趋势。1）电子烟业务上，经历 2018 年电子烟产品出货量下滑后（主要由于渠道库存减量和份额缩减造成），利空已经出清。2019 年新产品上市，有望重回量价齐升轨道。后续则因①电子烟业务占营收比重降低和②电子烟业务份额下滑利空在 2018 年已消化大半，公司业绩波动性有望大幅降低。2）非电子烟业务上，我们认为相较先前年份，公司 2019 年有较多潜在新增长点（来源：公司投资者交流公告）：①家用雕刻机新切入耗材领域，该项业务有望继续保持较高增速。②视频会议及游戏手柄产品有望使罗技重回高速增长轨道。③吉利汽车、戴森、博世等新增优质客户及相应产品亦有望于 2019 年实现量产。此外，从公司披露专利上看，或有涉及电子烟精密塑胶件之外其他部件的布局。

投资建议：1）假设 FDA 未批准 IQOS 申请，预计公司 2019/2020 年实现营收 44/53.8 亿元，同比增长 42.5%/22.2%。实现归母净利润 12/14 亿元，同比增长 37.6%/16.8%。2）假设 FDA 放行 IQOS 进入美国，预计公司 2019/2020 年实现营收 52/66.1 亿元，同比增长 68.2%/27.2%。实现归母净利润 15.5/19.2 亿元，同比增长 78.3%/24%。

风险提示：IQOS3 销售不及预期风险、FDA 审批风险、行业政策变动风险

►【轻工-晨光文具(603899)】蒋正山、徐稚涵：由史泰博与欧迪崛起路线，看晨光发展逻辑-20190121

“多渠道+自建物流网络”立足分散文具行业。早期美国文具行业市场潜力大而集中度低，史泰博与欧迪通过建立渠道与物流优势取得高市占率：高速铺局扩展线下零售网络，并采取电话、网络等销售方式引流附近 B 端客户；缩短供应链、自建物流仓储，发挥规模效应支撑平价策略落地。现行国内文具行业与早期史泰博欧迪起家阶段有类同，通过理性渠道扩展与仓储建设有助于晨光优化毛利、稳定发展。晨光目前以“直营大店+加盟店”的模式扩张，以更低成本进行渠道下沉，短期效益佳；自建物流仓获得长期规模效应，优化毛利率。

着眼 B 端兼顾 C 端，打造差异化应对行业外部冲击。多因素持续冲击美国文具行业环境，传统办公用品经销商转型难：无纸化办公盛行拉动行业规模下滑，综合型电商平台兴起冲击零售业务，传统办公用品经销商业绩承压；史泰博欧迪大幅缩减零售规模优化成本，目标定位 B 端客户群体，提供一站式解决办公问题的平台。面对同样的电商冲击，晨光借鉴史泰博转型路线，发力 B 端强化固有优势：积极推进 B 端科力普业务，强化主营营收；至 17 年末，主营业务营收达 62.54 亿元，文化/办公用品市占率 4.64%/0.17% 并高速增长。目前，零售线上威胁有望趋缓，与线下的加速融

合打造差异化竞争力：线上零售额占比增速放缓，而行业规模的扩展使线下零售仍有提升空间；通过加速线上线下完整经营体系的融合，有望实现全渠道低库存，同步增加效率与体验。

发挥头部优势整合资源，响应变动抢占新赢利点。1) 兼并收购浪潮涌现，强者逾强：国内企业头部优势凸显，产业整合提速；晨光科力普收购欧迪同向发力，2018年前三季度，科力普营收16.8亿元，同比增速约140%。

2) 适者生存，精准迎合新趋势抢夺盈利点：史泰博凭借对行业变动的高响应度两次甩开欧迪收割盈利。晨光精准迎合国内文创趋势，高附加值产品将成新增长点；2018年前三季度，公司新业务增速116%；其中晨光生活馆及九木杂物社营收2.19亿元，同比增长约40%，门店层面已开始盈利。盈利预测与投资建议：我们预估公司2018-20年实现销售收入85.56、109.53、135.30亿元，同比增长34.58%、28.02%、23.53%，实现归属于母公司净利润7.82、9.79、11.94亿元，同比增长23.33%、25.23%、21.94%，对应EPS为0.85、1.06、1.30元。

风险提示：新业务拓展不及预期风险、行业竞争加剧导致净利率下滑风险

研究分享

►【钢铁-攀钢钒钛(000629)】笃慧、邓轲：钒价回归合理水平-20190122

业绩预告：公司披露2018年度业绩预告，预计2018年实现归属上市公司股东净利润为30-32亿元，同比增长248%-271%。报告期内EPS为0.35-0.37元，单季度EPS分别为0.05元、0.08元、0.1元和0.11-0.13元；

四季度钒价合理回归：钒产品价格2018年10-11月维持高位震荡状态，11月下旬开始一个月内快速回落至上半年平均水平，目前已阶段性企稳。此轮价格回落主要有三方面原因，第一点，采暖季环保限产不及预期导致11月份以来钢价及盈利大幅杀跌，根据我们的测算，螺纹钢吨钢毛利从10月份的1100元回落至目前500-600元水平，钢企利润显著收缩，对钒价支撑作用减弱；第二点，随着11月1日螺纹钢新国标落地，前期需求增长逻辑兑现，钒价高位背景下部分钢厂采用钒替代情况增加，体现为钒铁价格同步上涨、进口量增加，钒产品实际需求触碰天花板后开始边际减弱；第三点，伴随环保限产放松，高回报下石煤提钒有复产迹象，叠加部分企业增加产量，供给有所扩张。总体来看，随着下游钢铁行业支撑作用降低以及自身供需关系的减弱，钒产品价格逐步回归至合理位置；

四季度盈利环比继续改善：根据业绩预告，四季度公司归母净利润预计为9.5-11.5亿元，环比增长6%-28%，考虑到钒价四季度环比三季度整体均价仍有所抬升，公司盈利改善趋势与钒价走势基本一致。公司前期公告，与集团粗钒渣关联交易采购价格相比2017年上调400余元/吨，三季度已体现2018年1-9月追溯调整的影响，预计影响利润7000-8000万元，对公司业绩影响有限。另外12月21日公司发布公告，在建工程“环保搬迁建设氯化法钛白（一期）工程”因重庆市长寿区土地储备中心收储该项目建设用地出现减值，计提资产减值准备将减少2018年净利润2亿元；投资建议：随着钢铁行业盈利回落，以及自身供需关系减弱，钒产品价格已回归合理水平。螺纹钢新国标抽检叠加钢价春季行情，短期或存在反弹可能性。预计公司2018-2020年EPS分别为0.37元、0.28元及0.30元；

风险提示：宏观经济下行风险，螺纹钢抽检不及预期。

►【银行】戴志锋、邓美君（研究助理）、贾靖（研究助理）：银行股的基金持仓：年底比例6.25%，环比降0.1%-20190122

我们统计了18年四季度开放式普通股票型基金、偏股混合型基金的重仓股配置情况：1、4季度基金持仓银行股有小幅减仓、持仓比例6.25%，增幅在28个行业中排名第18。4季度基金对金融行业减仓较多。2、银行股仍处超低配状态：四季度基金持仓银行股低配差为9.83%，低配差绝对值略有扩大，但好于1H18。3、4季度银行个股偏好估值低的大行和资产质量稳健的中小行，如兴业、光大、宁波、上海。

四季度基金小幅度减持银行股：1、四季度基金持仓银行股比例为 6.25%，仍处历史低位，低于 06 年以来的中位数和平均数水平 8.36%、11.78%。2、四季度基金持仓银行股占比较 3 季度有小幅下降，环比-11bp。17 年至今每个季度持仓比例分别环比变动 0.22%、0.75%、0.91%、0.46%、0.07%、-1.43%、2.2%、-0.11%。3、增幅在 28 个行业中排位第 18，四季度基金持仓风格由 3 季度偏好金融股转向地产、基建类，加仓前三的行业分别是房地产、农林牧渔、电气设备，对金融行业减仓较多（非银持仓比例-1.09%，增幅排名 26）。

四季度基金持仓银行股市值占比流通股市值环比变动呈现出：1、增配大行和股份行中前期估值偏低的个股，如兴业、光大、交行；2、增配资产质量优异的城商行，如宁波、上海；3、对上季度新增配的部分城商行、农商行进行减配或全部卖出，如成都、常熟、张家港。本季度增加前 5 的个股为宁波、上海、兴业、光大、平安银行，环比变动 0.62%、0.28%、0.20%、0.15%、0.13%。环比下降较多的个股为招行、贵阳、常熟、南京、建行，分别较 3Q18 下降 0.20%、0.37%、0.64%、1.02%、1.25%。

2019 年银行股投资逻辑：基本面稳健+估值稳定。今年银行所处环境：金融监管中性、总量政策弱持续、倒逼的市场化改革增加。银行业绩的稳健性会超市场预期（“弱周期”性），估值由于市场资金结构的变化而保持稳定。2019 年，银行股会带来稳健收益。

风险提示事件：宏观经济面临下行压力，银行经营不及预期。

►【银行-光大银行(601818)】戴志锋、贾靖（研究助理）：2018 业绩快报：中间业务优势突出，营收同比增长 20%-20190122

财报综述：1、营收增速向上，全年实现同比 20% 增长。净利润同比增速在所得税支出增多影响下有所下滑。2、资产负债规模 4 季度同比增速有所放缓，营收同比远高于资产同比，预计为中间业务收入带动。3、不良率环比 3 季度上行 1bp 至 1.59%，资产质量有待观察。

营收同比实现 20% 增长，营业利润 18 年来首次实现同比正增长，净利润在所得税支出增多的影响下同比增速向下。1Q18、1-2Q18、1-3Q18、2018 全年营收、营业利润、归母净利润分别同比增长 7.1%/12.7%/18.3%/20.0%；-3.2%/-1.8%/-0.4%/1.0%；5.5%/6.7%/9.2%/6.7%。营业支出同比增速稍有放缓：1Q18-2018 营业支出同比分别+16.8%/25.8%/35.4%/35.1%。

资产负债同比增速放缓。1、资产总额同比+6.6%；估算的负债总额同比+6.7%，增速较 3 季度均有一定放缓。前三季度资产和负债增速主要由传统贷款和存款规模高增支撑，预计 4 季度贷款、存款增长放缓。2、营收增速远高于总资产同比增速，预计为中间业务收入贡献较多所致。资产质量待观察。不良率环比上升 3 季度上行 1bp，同比持平。1Q18-2018 不良率分别为 1.59%/1.51%/1.58%/1.59%。

光大银行回归传统存贷业务、继续巩固中间业务优势，估值安全边际高；是我们今年重点推荐的股份行之一，建议积极关注。

风险提示：宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

►【医药-透景生命(300642)】江琦、谢木青：股权激励费用摊销拖累利润，仪器投放加速，未来增长可期-20190122

事件：公司公告 2018 年度业绩预告，实现归母净利润 1.27-1.52 亿元，同比增长 0-20%。

费用上升拖累利润水平，装机加速有望带来营收持续回暖。根据公司业绩预告测算，2018 年公司扣非净利润 1.06-1.31 亿元，同比增长-9.4-12.0%，取中值为 1.28%，2018Q4 单季度归母净利润增速中值为-2.06%，扣非净利润增速中值为-2.96%，主要是由于公司研发投入和股权激励费用摊销较同期费用增多，其中我们预计股权激励费用 2018 年摊销额超过 1200 万元，对利润水平带来消极影响；与此同时，公司作为国内流式荧光龙头，2018 年新增装机约 130 台，较往年每年 70-80

台的装机速度有较大提升，考虑到 2017Q4 的高基数，我们预计公司营收增速有望超过 20%，延续前三季度的增速回暖。

我们认为在多因素催化下，公司业绩增长有望持续加速：1、装机速度持续提升带来原有试剂业务的稳定增长；2、半开放式流水线有助于公司进一步占据检验科市场；3、新产品陆续获批带来较高的业绩弹性。

风险提示：新产品研发风险，仪器设备、原材料采购风险，新产品市场推广不达预期风险。

►【化工-中国石油(601857)】商艾华：业绩低于预期，油价反弹仍可布局-20190122

事件：公司发布 2018 年业绩预增公告，报告期内，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为 507.93 亿到 527.93 亿元，同比增加 123%-132%；实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 647.78 亿-667.78 亿元，同比增加 142%-149%。

18Q4 油价大跌，业绩环比大幅下滑。根据公司公告，预计 2018Q4 实现归母净利为 26.72 亿到 46.72 亿元，而公司 2018Q1-Q3 实现归母净利润分别为 101.50 亿、169.36 亿和 210.35 亿，业绩环比将大幅下跌。主要的原因是（1）油价大跌：根据 wind 资讯，2018Q1-Q4 布伦特原油均价分别为 67.31/74.92/75.91/59.32 美元/桶，2018 年 Q4 油价大幅下跌导致上游板块盈利降低，同时油价下跌预计将导致公司产生一定库存损益。（2）油价下行周期化工板块盈利趋弱：根据我们的测算，2018Q1-Q4，石脑油综合裂解价差分别为 149/94/93/50 美元/吨，18Q4 裂解价差明显收窄，主要的原因是在油价下跌通道中，产品需求趋弱叠加成本塌陷，导致产品价格下行程度高于成本下行，导致价差收窄。

油价止跌反弹，上游勘探与生产板块盈利并非最差时刻。此前，由于受到美股大跌引发需求担忧、供给端减产不确定性等多重因素压制，布油价格一度触及 50 美元桶，油价深跌。随着市场预期我国宽货币或向信用端逐步传导，市场预期需求增速或未必大幅下滑、美股反弹、OPEC+如期超额减产等多因素提振，油价从底部已反弹近 26%，从当前原油价格来看，油价仍高于 17 年均价，且我们预期油价或与 19H1 将持续反弹，上游板块利润无需过度悲观。从当前原油供需格局来看，当前原油仍处过剩状态，但基本面持续好转。对于美油近远期价差进行分析，或可以理解市场是如何看待当前原油基本面的状态和变化的趋势。从目前的价差来看，美油 1902-1904 价差在-0.49 美元/桶，仍然呈现出贴水的状态，证实原油仍处于供给过剩状态。但从价差变化趋势来看，当前价差明显收窄，证实市场供给过剩程度在减弱，如果供给端超预期下行，那么价差或将进一步收窄。我们预计原油价格或与 19H1 震荡反弹。此外，公司上游板块利润对于油价具备高弹性，我们通过两种维度测算其业绩弹性：（1）在不考虑成本提升情况下（仅考虑资源税），根据我们测算，布油每涨 10 美元，公司上游板块可增加净利润 428 亿；（2）考虑成本上行，我们预计布油价格分别为 55/65/75/85 美元/桶时，公司该板块经营利润分别为 136/208/658/1022 亿元，上游板块业绩弹性显著。

天然气行业仍处景气周期，价改将带来业绩增量。天然气行业于 2016 年迎来行业拐点，已步入快速发展的黄金十年。在“煤改气”政策和气价市场化不断推进的带动下，行业未来有望维持 10% 以上增速增长，需求的高增带来行业长期景气向上。2018 年前三季度，天然气与管道板块实现经营收益 197.19 亿元，同比增长 9.3%。该板块业绩增速低于其他板块的原因主要是受到进口气的高成本的拖累。2017 年和 2018 年前三季度，公司天然气进口气亏损分别为 240 亿元和 199.6 亿元，主要是进口气成本高且居民用天然气价格弹性较低，导致亏损。随着我国对于天然气价格的逐步理顺，居民用天然气价格开始具备弹性，进口气板块有望减亏。

盈利预测与投资建议：我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 515.61、575.39、799.31 亿元，同比增长 126.22%、11.59%、37.87%；对应 EPS 为 0.28、0.31、0.43 元。

风险提示事件：油价大幅下行的风险、产品价格大幅下行的风险。

▶【有色】谢鸿鹤、李翔：铝板块大爆发，持续性如何看？20190122

行情回顾：周内，宏观需求预期修复，驱动全球市场风险偏好回升，商品配置需求回暖，基本金属整体大幅收涨，具体来看，LME3M期铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为+1.9%、+1.9%、-0.2%、+3.5%、+1.8%、+3.4%。二级市场方面，12月社融数据超预期，再叠加此前降准+特麻辣粉（逆周期调节），共同催化SW一级行业指数上扬，其中，有色指数收于2568点，较前周上涨1.4%，跑输上证综指0.3个百分点。我们认为，经济下行压力加大背景下，“稳增长、稳预期”为题中之义，需重点关注政策预期差以及由此衍生的结构性机会，其中，铝最底部，锡主线逻辑兑现，铜宏观敏感型金属。分品种周内变化如下：

【本周焦点】：如何看待铝板块底部抬升的持续性？

【焦点解析】：周内，电解铝板块大爆发，SW铝行业指数环比前周上涨3.11%，跑赢上证综指1.45个百分点，那么，当前电解铝板块处于什么阶段？底部抬升可持续吗？实际上，我们在19年度策略报告《[不破不立](#)》中就明确提出，关注铝板块“估值修复、库存去化和供需错配”三大结构性机会，当前股价演绎的驱动力主要集中在第一阶段——估值修复，辅助驱动力则为库存去化，而实际的供需错配尚未兑现。首先，极度的悲观预期正在被打破，2018年10月以来，宏观层面的悲观预期是周期板块的核心压制力，中央经济工作会议以后，特别是今年以来，政策面“稳增长、稳预期”意图进一步加强，在逆周期调控+TMLF+降准+周内超预期的12月社融数据共同作用下，宏观需求预期逐步开始修复，并驱动板块底部抬升，从这一点来看，有色板块大涨同煤炭和钢铁板块并无本质不同，实际上是β，而非α。其次，为什么是电解铝？核心在于铝板块底部特征明显，安全垫高。从行业层面看，亏损是行业底部的领先指标，而市场化自发减停产是底部的确认指标，按照我们的测算，当前吨铝亏损额在1100元/吨水平（以原材料市场价格测算，未考虑具体企业因素），且自2017年10月至今，剔除俄铝事件短暂扰动外，绝大部分周期内盈利窗口均处关闭状态，在盈利能力持续恶化驱动下，2018年初至今，电解铝累计减停产能已超300万吨；而从公司层面看，云铝股份、中国铝业PB已跌至1x附近，中孚实业则已破净，在此背景下，电解铝板块存较强估值修复动力，宏观预期一旦边际修复（政策驱动或贸易摩擦缓和等），则板块反弹力度最大。最后，我们还能期待什么？①去库存仍在延续，短期看，存季节性垒库压力（会压制商品价格表现），但考虑到减停产蔓延的实际情况，预计垒库幅度将弱于以往，对价格形成支撑；②需求端或许没预期的那么差，从电解铝两大核心应用领域看：第一，建筑&结构（32%），2018年新开工面积维持两位数以上的高增长（↑17.2%），2019年有望向竣工传导，再考虑到低基数效应，地产用铝有望回暖；第二，交通用铝（12%），中汽协预测2019年汽车产销将持平，而发改委副主任宁吉喆1月8日表示将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，政策加持下，汽车产销有望重回正增长，并拉动原铝消费；此外，2018年工业品经历了较为彻底的去库存，过渡到2019年，流动性改善背景下，补库需求或在一定程度上出现。综上，我们认为，2019年铝需求不必过分悲观。当前电解铝板块最底部，逆周期调控大背景下，仍是基本金属的配置首选。

铝：SMM统计数据显示，2019年1月17日国内电解铝社会库存126.4万吨，较前周续降1.8万吨，叠加“我的有色”铝棒库存数据，总计136.55万吨（其中，铝棒库存10.15万吨，降0.85万吨），较前周下降2.65万吨；年初至今累计去库102.2万吨（228.6→126.4，约45%）。短期看，春节临近，季节性因素将导致去库进程放缓（供给端收缩会平滑垒库幅度）；中长期看，全球总库存处于低位水平（库存消费天数降至15天左右的历史低位），去库大趋势不会改变。

铜：周内，持货商略有惜售，铜精矿市场略显偏紧，成交结构延续分化：大厂议价能力强，小厂被压低TC，但总量有限，基本成交在90美元/吨附近。截至本周五SMM现货TC报89-93美元/吨，较前周持平运行。

宏观“三因素”总结：1) 中国，12月社融数据超预期，央行保持流动性合理充裕背景下，2019年实体融资环境有望进一步改善；2) 美国，密歇根大学消费者信心指数初值不及预期（创2016年10月以来新低），继续维持2019年美国坚定回落的判断不变；3) 欧洲，英国12月CPI

同比增速创两年新低，外部不确定性（中美经济增速放缓）叠加英国脱欧等事件性影响，仍将施压于欧元区表现。

投资建议：贸易摩擦存缓和预期+中国“逆周期调节”，市场风险偏好有所回升，需求预期修复有望得以延续，需重点关注政策预期差以及由此衍生的结构性机会，其中：铝最底部，锡主线逻辑兑现，铜宏观敏感型金属。

1) 铝：重点关注估值修复、库存去化以及供需错配三大结构性机会，宏观预期的期边际修复（政策预期差或贸易摩擦缓和等）将进一步驱动板块底部抬升。核心标的：云铝股份、中国铝业、神火股份（煤炭组）、露天煤业（煤炭组）等。

2) 锡：缅甸矿收紧逻辑已逐步兑现，后续将进一步强化，供给组合：一大降（缅甸矿）、一小增（国内矿）、一平稳（再生锡），原料收紧趋势确立；而需求具有“弱周期性”，韧性较强。在供给收紧+消费微增的基本面组合下，锡板块值得重点关注。核心标的：锡业股份。

3) 铜：全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，再叠加进口限废政策，铜原料中长期供给趋紧的方向不会改变，供需紧平衡依然是铜板块投资的“主线逻辑”。核心标的：紫金矿业等。

风险提示：宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。